FLASH NOTE

Program Wsparcia Analitycznego GPW

SANOK RUBBER COMPANY

Rekomendacja: Neutralnie, ostatnia aktualizacja 2 czerwca 2026 roku

Cena docelowa (na grudzień 2026): 24,10 zł

Analityk

***Michał Sopiel**, analityk akcji*

+48 693 720 651; michal.sopiel@erste.pl

Wyniki za pierwszą połowę 2026 roku są godne uznania

Analiza wyników za drugi kwartał 2026 roku oraz podsumowanie dedykowanej telekonferencji

W pierwszych sześciu miesiącach 2026 roku Sanok RC osiągnął solidne wyniki pomimo pogorszenia otoczenia rynkowego. W ujęciu rok do roku warto odnotować wzrost zysku przypisanego do segmentów biznesowych zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w odniesieniu do realizowanych przychodów. Wsparciem dla wyników były przede wszystkim segmenty Budownictwa i Mieszanek. Korzystny wpływ miało także wcześniejsze zakontraktowanie surowców oraz słabszy kurs złotego.

W drugiej połowie 2026 roku spółka spodziewa się większej presji na marże w związku ze wzrostem kosztów surowców. Pozytywnymi czynnikami pozostają relatywnie dobra sytuacja w budownictwie, dalszy rozwój segmentu Mieszanek oraz potencjalne szanse na przejęcie nowych projektów od słabszych konkurentów. Sanok RC kontynuuje konserwatywną politykę inwestycyjną, utrzymuje bezpieczny poziom zadłużenia, a także aktywnie analizuje możliwości akwizycyjne wspierające dalszą dywersyfikację biznesu.

Tabela 1. Sanok RC: główne komponenty wyników kwartalnych w drugim kwartale 2026 roku (1/2)

Pozycja w rachunku wyników	2 kwartał 2025	3 kwartał 2025	4 kwartał 2025	1 kwartał 2026	2 kwartał 2026	zmiana w ujęciu rocznym	zmiana w ujęciu kwartalnym	Erste	Konsensus
Przychody	389,4 mln zł	365,9 mln zł	357,3 mln zł	368,2 mln zł	380,7 mln zł	*-2%*	*3%*	398,2 mln zł	403,1 mln zł
EBITDA	43,0 mln zł	40,6 mln zł	36,0 mln zł	31,9 mln zł	45,2 mln zł	*5%*	*42%*	40,7 mln zł	39,6 mln zł

marża EBITDA	*11,1%*	*11,1%*	*10,1%*	*8,7%*	*11,9%*	*82,4 punkty bazowe*	*321,7 punkty bazowe*	*10,2%*	*9,8%*
EBIT	22,1 mln zł	19,8 mln zł	14,5 mln zł	12,2 mln zł	25,2 mln zł	*14%*	*106%*	20,7 mln zł	19,2 mln zł
marża EBIT	*5,7%*	*5,4%*	*4,0%*	*3,3%*	*6,6%*	*94,6 punkty bazowe*	*329,8 punkty bazowe*	*5,2%*	*4,8%*
Zysk netto	13,4 mln zł	11,1 mln zł	12,6 mln zł	6,3 mln zł	17,2 mln zł	28%	172%	16,2 mln zł	13,7 mln zł
marża ZN	*3,4%*	*3,0%*	*3,5%*	*1,7%*	*4,5%*	*107,0 punkty bazowe*	*280,1 punkty bazowe*	*4,1%*	*3,4%*
saldo przepływów operacyjnych	33,0 mln zł	34,3 mln zł	55,8 mln zł	45,3 mln zł	7,3 mln zł	*-78%*	*-84%*	27,0 mln zł	brak danych
Dług netto	225 mln zł	247 mln zł	203 mln zł	177 mln zł	252 mln zł	*12%*	*42%*	168 mln zł	brak danych
DN / LTM EBITDA	1,6	1,8	1,4	1,2	1,6	0 ,0	0,5	1,1	brak danych
KSiOZ	65,3 mln zł	57,7 mln zł	66,1 mln zł	68,3 mln zł	62,6 mln zł	-4%	-8%	74,9 mln zł	brak danych
% przychodów	*16,8%*	*15,8%*	*18,5%*	*18,5%*	*16,4%*	-0,3	-2,1	*18,8%*	brak danych
Przychody w segmencie - Motoryzacja	172 mln zł	157,4 mln zł	159,3 mln zł	169,7 mln zł	164,9 mln zł	*-4%*	*-3%*	168 mln zł	brak danych
Przychody w segmencie - Budownictwo	48,7 mln zł	56,6 mln zł	52,4 mln zł	49,9 mln zł	48,7 mln zł	*0%*	*-2%*	65,3 mln zł	brak danych
Przychody w segmencie - Rolnictwo / przemysł	125,6 mln zł	107,1 mln zł	98,6 mln zł	100,6 mln zł	116,7 mln zł	*-7%*	*16%*	109,9 mln zł	brak danych
Przychody w segmencie - Mieszanki	73,9 mln zł	77,4 mln zł	70,2 mln zł	78,4 mln zł	80,5 mln zł	*9%*	*3%*	83 mln zł	brak danych

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Wyniki za drugi kwartał 2026 roku

Poniżej przedstawiamy główne spostrzeżenia dotyczące wyników za drugi kwartał 2026 roku oraz pierwsze półrocze 2026 roku. dla grupy Sanok RC:

1. Zarząd ocenił wyniki za drugi kwartał 2026 roku jako satysfakcjonujące, szczególnie biorąc pod uwagę wymagające otoczenie rynkowe obserwowane od marca 2026 roku, kiedy to wybuchł konflikt w Zatoce Perskiej;
2. Według Zarządu około dwie trzecie sprzedaży w drugim kwartale 2026 roku zostało zrealizowane z wykorzystaniem zakontraktowanych przed wzrostem zmienności rynkowej, co w pewnym stopniu wspierało rentowność w kwartale; zarząd oczekuje jednak większej presji na marże od trzeciego kwartału 2026 roku wraz z przechodzeniem na droższe surowce i nowe receptury mieszanek; osłabienie złotego względem najważniejszych walut bazowych pod koniec pierwszej połowy 2026 roku miało również pozytywne przełożenie na realizowane marże operacyjne w ostatnich miesiącach;
3. Z perspektywy segmentów operacyjnych, szczególnie dobre wyniki osiągnęły segmenty Budownictwa oraz Mieszanek, wspierając ogólną rentowność grupy; segment Rolnictwo i Przemysł wypadł poniżej oczekiwań z powodu utrzymującego się osłabienia na kilku obsługiwanych rynkach końcowych;
4. Skonsolidowany zysk operacyjny segmentów wzrósł o 1,4% rok do roku do 75,7 miliona złotych, a marża operacyjna poprawiła się o 58 punktów bazowych rok do roku do 18%;
5. Segment Rolnictwo i Przemysł pozostał dominującym źródłem wyniku operacyjnego, generując 23,9 miliona złotych wyniku operacyjnego segmentu; rentowność segmentu Budownictwo znacząco się poprawiła, a marża segmentowa wzrosła o 133 punktów bazowych rok do roku do 28%; jednocześnie rentowność segmentu Motoryzacyjnego utrzymała się na solidnym poziomie, mimo, że wartość EBIT segmentu spadła o 14,6% rok do roku do 20,8 miliona złotych;

Tabela 2. Sanok RC: porównanie wyników segmentów w ujęciu rocznym

Kategoria wyniku	**Motoryzacja**	**Budownictwo**	**Przemysł i rolnictwo**	**Mieszanki**	**Pozostałe**	**Suma**
Zyski lub straty segmentów w drugim kwartale 2026	20,8 mln zł	13,6 mln zł	23,9 mln zł	23,9 mln zł	6,4 mln zł	75,7 mln zł
Zyski lub straty segmentów w drugim kwartale 2025	24,4 mln zł	13 mln zł	23,8 mln zł	23,8 mln zł	1,8 mln zł	74,7 mln zł
zmiana w ujęciu rocznym	*-14,6%*	*4,9%*	*0,5%*	*0,5%*	*263,9%*	*1,4%*
Zyski lub straty segmentów względem przychodów w drugim kwartale 2026	12,6 %	28 %	20,5 %	13,5 %	60,6 %	18 %
Zyski lub straty segmentów względem przychodów w	14,2 %	26,7 %	18,9 %	15,9 %	18,3 %	17,4 %

drugim kwartale 2025						
zmiana w ujęciu rocznym	*-155 punkty bazowe*	*133 punkty bazowe*	*154 punkty bazowe*	*-239 punkty bazowe*	*4,224 punkty bazowe*	*58 punkty bazowe*

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

6. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były niższe od EBITDA głównie z powodu wzrostu zapasów i ostrożnościowego budowania stanów magazynowych w warunkach niepewności dostaw. Konwersja gotówki pozostała jednak na zdrowym poziomie i wyniosła około 70% EBITDA;
7. Ujemne przepływy finansowe były związane przede wszystkim z programem skupu akcji własnych o wartości 58 milionów złotych, który został częściowo sfinansowany długiem;
8. Wydatki inwestycyjne w pierwszej połowie 2026 roku oraz w drugim kwartale 2026 roku były związane głównie z zakupem środków trwałych;
9. Zarząd określił aktualną politykę inwestycyjną jako „konserwatywną";
10. Pomimo niższej, w ujęciu kwartalnym, konwersji EBITDA na gotówkę, wynikającej z czynników niezależnych od spółki, zadłużenie netto pozostało na bezpiecznym poziomie; zdaniem przedstawicieli kreuje to nadal dobre środowisko do realizacji przejęć;
11. Rynki surowców pozostają bardzo zmienne, a dalsze wzrosty cen większości kluczowych surowców są oczekiwane; zarząd spodziewa się dalszych podwyżek cen kauczuków syntetycznych, w tym EPDM, w drugiej połowie 2026 roku;
12. Priorytety strategiczne pozostają niezmienione: dywersyfikacja działalności, ograniczanie ekspozycji na motoryzację oraz poszukiwanie możliwości akwizycyjnych.

Tabela 3. Sanok RC: marże zysków segmentów w ujęciu kwartalnym

Okres	Motoryzacja	Budownictwo	Przemysł i rolnictwo	Mieszanki	Pozostałe	SUMA
1 kwartał 2024	11,8%	27,3%	10,9%	10,2%	20,9%	13,4%
2 kwartał 2024	14,8%	21,6%	19,3%	33,8%	26,9%	18,9%
3 kwartał 2024	12,6%	26,9%	19,7%	8,2%	40,2%	15,5%
4 kwartał 2024	13,1%	25,9%	16,8%	13,9%	32,4%	16,4%
1 kwartał 2025	12,2%	21,5%	17,8%	12,0%	43,0%	15,2%
2 kwartał 2025	14,2%	26,7%	18,9%	15,9%	18,3%	17,4%
3 kwartał 2025	9,9%	25,9%	20,5%	11,9%	50,3%	16,2%
4 kwartał 2025	17,3%	23,8%	18,0%	15,9%	7,4%	17,7%
1 kwartał 2026	14,6%	24,9%	19,6%	14,5%	25,6%	17,3%
2 kwartał 2026	12,6%	28,0%	20,5%	13,5%	60,6%	18,0%

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Podsumowanie sesji pytań i odpowiedzi (Q&A) w przekroju tematycznym

Zdarzenia jednorazowe i kwestie księgowe

1. Program motywacyjny na lata 2025-29 został zakończony 29 czerwca 2026, w związku z czym rozwiązano rezerwę w wysokości 2,3 miliona złotych, co przełożyło się na poprawę pozycji bilansowej Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (KSiOZ), jednostki dominującej, a pozytywny wpływ na skonsolidowany wynik netto wyniósł 900 tysięcy złotych;
2. Relatywnie dobry wynik zaraportowany w segmencie „Pozostałe" wynikał głównie z korekt konsolidacyjnych.

Wyniki operacyjne i perspektywy

1. Wyniki Teknikum w drugim kwartale 2026 roku były słabsze od oczekiwań spółki, głównie z powodu niższej aktywności w górnictwie oraz biznesie węży technicznych; część opóźnionych zamówień w tym obszarze została przesunięta na trzeci kwartał 2026 roku, natomiast rentowność w ujęciu rocznym pozostała stabilna;
2. Zarząd obserwuje istotne spadki wolumenów na wybranych projektach motoryzacyjnych względem pierwotnych poziomów deklarowanych w momencie nominacji; sprzedaż do producentów OEM, takich jak BMW i Mercedes, pozostaje poniżej wcześniejszych oczekiwań, a tempo uruchamiania nowych projektów w motoryzacji spowolniło.

Surowce i polityka cenowa

1. Zarząd nadal negocjuje z klientami mechanizmy rekompensujące wzrost kosztów surowców; zdaniem przedstawicieli spółki rozmowy są trudne ze względu na niekorzystne perspektywy dla branży; rekompensaty z tytułu wzrostu cen surowców w pierwszej połowie 2026 roku wyniosły około 400 tysięcy euro;
2. Segment Budownictwa jest najbardziej narażony na inflację kosztów surowców ze względu na wysoki udział gumy w kosztach i ograniczoną możliwość podnoszenia cen;
3. Spółka nadal zwiększa poziom zapasów tam, gdzie to możliwe, aby ograniczać ryzyko zakłóceń dostaw i dalszego wzrostu cen surowców;
4. Sanok RC nie postrzega się jako typowe przedsiębiorstwo o wysokiej energochłonności, dlatego wpływ nowych programów rządowego wsparcia powinien być ograniczony.

Szanse rynkowe i działalność operacyjna

1. Sanok RC cały czas dostrzega możliwość przejęcia części projektów i udziałów rynkowych od podmiotów doświadczających trudności finansowych;
2. Zarząd pozostaje pozytywnie nastawiony do średnioterminowych perspektyw rynku górniczego pomimo chwilowej słabości Teknikum;
3. Korzystne trendy na rynkach budowlanych Europy Środkowo-Wschodniej nadal sprzyjają popytowi na tradycyjne produkty budowlane; BSP zakończyło rok 2025 bardzo dobrym wynikiem, w wysokości około 50 milionów złotych przychodów, natomiast obecnie działalność ustabilizowała się na nieco niższym, ale zrównoważonym poziomie;
4. Nadwyżki mocy produkcyjnych uwalniane w segmencie Motoryzacyjnym są kierowane do segmentu Mieszanek; przesunięcie to wspiera wzrost marż operacyjnych grupy dzięki wyższej rentowności produkcji mieszanek gumowych.;

5. Formuły cenowe w segmencie Mieszanek już w drugim kwartale 2026 roku uwzględniały wyższe koszty surowców.

Nakłady inwestycyjne

1. Zarząd zamierza utrzymać ostrożne podejście do nakładów inwestycyjnych; obecne wydatki inwestycyjne koncentrują się głównie na projektach odtworzeniowych oraz selektywnym zwiększaniu mocy produkcyjnych;
2. Projekt dewulkanizacji jest realizowany zgodnie z harmonogramem;
3. Poziom nakładów inwestycyjnych - CAPEX w 2026 roku może częściowo zależeć od tempa realizacji inwestycji strategicznych, w tym projektu dewulkanizacji.

Koszty pracy

1. Spółka nadal dostosowuje poziomy zatrudnienia do warunków rynkowych;
2. Podwyżki wynagrodzeń pozostają konieczne, aby ograniczać rotację pracowników, szczególnie wśród gorzej opłacanych grup;
3. Rozmowy ze związkami zawodowymi dotyczące wzrostu wynagrodzeń mogą zakończyć się na przełomie trzeciego i czwartego kwartału 2026 roku.

Tabela 4. Sanok RC: główne komponenty wyników za drugi kwartał 2026 roku (2/2)

Pozycja w rachunku wyników	**rok obrotowy 2021**	**rok obrotowy 2022**	**rok obrotowy 2023**	**rok obrotowy 2024**	**rok obrotowy 2025**	**LTM**
Przychody	1172 mln zł	1385 mln zł	1446 mln zł	1446 mln zł	1470 mln zł	1472 mln zł
EBITDA	103 mln zł	120 mln zł	151 mln zł	141 mln zł	148 mln zł	154 mln zł
marża EBITDA	*8,8%*	*8,6%*	*10,5%*	*9,7%*	*10,1%*	*10,4%*
EBIT	40 mln zł	58 mln zł	87 mln zł	65 mln zł	65 mln zł	72 mln zł
marża EBIT	*3,4%*	*4,2%*	*6,0%*	*4,5%*	*4,4%*	*4,9%*
Zysk netto	31 mln zł	57 mln zł	75 mln zł	54 mln zł	44 mln zł	47 mln zł
marża ZN	*2,6%*	*4,1%*	*5,2%*	*3,7%*	*3,0%*	*3,2%*
saldo przepływów operacyjnych	75 mln zł	92 mln zł	188 mln zł	125 mln zł	156 mln zł	143 mln zł
Dług netto	202 mln zł	143 mln zł	59 mln zł	301 mln zł	203 mln zł	252 mln zł
DN / LTM EBITDA	1,9	1,4	0,4	2,1	1,4	1,6
KSiOZ	162,7 mln zł	173,1 mln zł	195,8 mln zł	240,7 mln zł	252,1 mln zł	254,7 mln zł
% przychodów	13,9%	12,5%	13,5%	16,6%	17,1%	17,3%
Przychody w segmencie Motoryzacja	673 mln zł	804 mln zł	845 mln zł	715 mln zł	657 mln zł	651 mln zł
Przychody w segmencie Budownictwo	148 mln zł	172 mln zł	198 mln zł	198 mln zł	200 mln zł	208 mln zł
Przychody w segmencie Rolnictwo / przemysł	207 mln zł	230 mln zł	219 mln zł	374 mln zł	438 mln zł	423 mln zł
Przychody w segmencie Mieszanki	278 mln zł	349 mln zł	343 mln zł	289 mln zł	296 mln zł	306 mln zł

Źródło: spółka, *szacunki Erste Biuro Maklerskie*

Fuzje i przejęcia

1. Spółka jest obecnie zaangażowana w 4-6 procesów akwizycyjnych;
2. Dwie potencjalne transakcje znajdują się obecnie na etapie due diligence;
3. Przedstawiciele spółki podkreślili, że strategiczne priorytety nadal koncentrują się na dywersyfikacji działalności oraz wzroście poprzez przejęcia.

Tabela 5. Sanok RC: nakłady inwestycyjne w rozbiciu na segmenty biznesowe

Okres	**Motoryzacja**	**Budownictwo**	**Przemysł i rolnictwo**	**Mieszanki**	**Pozostałe**	**SUMA**
1 półrocze 2026	2,5 mln zł	0,6 mln zł	1,8 mln zł	4,5 mln zł	21,0 mln zł	30,5 mln zł
1 półrocze 2025	5,8 mln zł	0,5 mln zł	3,2 mln zł	2,5 mln zł	27,0 mln zł	39,1 mln zł
zmiana w ujęciu rocznym	*-57,3%*	*34,4%*	*-42,8%*	*78,0%*	*-22,3%*	*-22,0%*

Źródło: spółka, szacunki Erste Biuro Maklerskie

Niniejszy raport nie wprowadza zmian do wcześniejszych rekomendacji, cen docelowych ani prognoz finansowych.

Erste Brokerage Poland

Plac Europejski 3A
00-844 Warszawa

Zespół Analiz Giełdowych

Paweł Puchalski, CFA, *Analityk* akcji
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk* akcji
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej

Adrian Kyrcz, *Analityk* akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT

Tomasz Sokołowski, *Analityk* akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce

Michał Sopiel, *Analityk* akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe

Marcin Działek, *Analityk techniczny akcji*
Analiza Techniczna

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, *Makler*	tel. +48 61 856 43 89 pawel.bartczak@erste.pl
Paweł Kubiak, *Makler*	tel. +48 61 856 50 57 pawel.kubiak@erste.pl
Jacek Siera, *Makler*	tel. +48 61 856 41 29 jacek.siera@erste.pl
Karol Koszarski, *Makler*	tel. +48 61 856 45 68 karol.koszarski@erste.pl
Maciej Ciesielski, *Makler*	tel. +48 61 856 48 57 maciej.ciesielski@erste.pl

**Połączenia przychodzące i wychodzące ze wskazanych numerów są nagrywane i archiwizowane. Informacje o przetwarzaniu danych dostępne są na stronie erste.pl/RODO.*

UJAWNIENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Erste Bank Polska S.A. („Erste Bank Polska"), który jest wskazany jako autor raportu.

Erste Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Erste Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **Sanok Rubber Company SA**.

Erste Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dotyczących **Sanok Rubber Company SA**, w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego" organizowanego przez GPW. Z tego tytułu GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do raportów odnoszących się do tych spółek. W oparciu o postanowienia umowy z GPW w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego", której Erste Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących **Sanok Rubber Company SA**.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Erste Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

Erste Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Erste Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Allianz Polska SA), a w rezultacie Erste Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Erste Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągniecie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Erste Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Erste Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Erste Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Erste Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Erste Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których Erste Bank Polska SA świadczył usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy w zbiorze wszystkich spółek pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Erste Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: https://www.erste.pl/inwestor/global-statistics.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Zespół Analiz Giełdowych w Erste Biuro Maklerskie, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: http://centruminformacji.erste.pl/_fileserver/item/1501617.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Erste Biuro Maklerskie, które jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska S.A. (Erste Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Erste Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Erste Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Erste Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871– t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Erste Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Erste Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Erste Bank Group AG i podmioty powiązane, w tym Erste Bank Polska SA, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem/ emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Erste Bank Polska może, w zakresie

dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom.

Erste Biuro Maklerskie, Erste Bank Group AG i/lub podmioty powiązane mogły wydać w przeszłości lub mogą wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Erste Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Erste Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Erste Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Erste Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Erste Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Erste Biuro Maklerskie o ile Erste Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Korei Południowej, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Erste Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Erste Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.erste.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV – wartość księgowa

ROE – zwrot na kapitale własnym

P/BV – cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Przeważaj – Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około ≥15%.

Neutralnie - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

Niedoważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około <5%.

UWAGA: Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-rocznych obligacji emitowanych przez rząd RFN +ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności. Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Erste Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Erste Biuro Maklerskie korzystał co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średnio cyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny". Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średnio cyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodaran). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to ze bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Niezależnie od wybranej metody wyceny istnieje ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanym terminie. Należy wziąć pod uwagę następujące czynniki ryzyka: (i) warunki makroekonomiczne wpływają na ogólną sytuację gospodarczą, a także ceny surowców, kursy walutowe i stopy procentowe; (ii) wydarzenia geopolityczne mają wpływ na wszystkie surowce będące przedmiotem obrotu, waluty i kursy i mogą znacząco wpływać na nastroje rynkowe; (iii) polityka rządowa, w tym zmiany w opodatkowaniu i regulacjach dotyczących poszczególnych sektorów, może wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstw; (iv) trendy społeczne powodują zmiany w zachowaniu konsumentów i preferencjach dotyczących produktów i usług; (iv) otoczenie konkurencyjne odgrywa kluczową rolę w określaniu zdolności organizacji do kształtowania marż zysku; (v) innowacje technologiczne mogą zakłócać funkcjonowanie rynków, zmniejszając konkurencyjność niektórych produktów lub usług; (vi) panujące nastroje na rynkach kapitałowych mają bezpośredni wpływ na poziomy wyceny; (vi) inwestycje na rynkach zagranicznych i w instrumenty finansowe, takie jak amerykańskie kwity depozytowe (ADR), wiążą się z dodatkowym ryzykiem, w tym ryzykiem związanym z kursami walutowymi, kontrolą walutową, opodatkowaniem oraz czynnikami politycznymi, gospodarczymi i społecznymi.

W opinii Erste Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. W Erste Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Erste Bank Polska działalności. Poza tym Erste Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; datę i godzinę pierwszego rozpowszechnienia raportu określa data i godzina wysyłki raportu w wiadomości mailowej skierowanej do klientów profesjonalnych oraz data i godzina wskazana w serwisie Inwestor online przy danym raporcie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

©2026 Erste Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone